

学校编码: 10384
学号: 15620061151000

分类号_____密级_____
UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

我国机构投资者对股市稳定作用的发挥
——基于流通股指和基金指数的实证检验

The Stabilizing Role of Institutional Investors in China
—Based on the Empirical Test of Flow and Fund Indexes

王婷

指导教师姓名: 邱 崇 明 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 6 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

机构投资者对市场能否起到稳定作用，对其能否很好的发挥诸如资源配置、资金供给、金融创新、监督市场等作用都有基础性的意义。本文就主要分析我国机构投资者与资本市场稳定性的关系来探讨我国机构投资者与发达资本市场的机构投资者之间的差别，分析我国机构投资者为何没有很好的起到稳定市场的作用，并给出了政策建议。

第一章主要介绍本文的选题背景和意义，行文结构和主要贡献。介绍我国机构投资者发展进程并简要回顾国外（英美）机构投资者的发展，进一步比较我国和发达资本市场国家机构投资者的差别，为后文分析我国机构投资者为何未能很好的发挥作用进行铺垫。并简要论述了机构投资者在资本市场上可能发挥的作用。第二章为机构投资者与证券市场稳定性之间关系的文献综述。国外对此的研究主要集中于认为由于羊群行为和正反馈机制的存在而不能稳定市场，另一方认为正负反馈交易机制的存在相互抵消，并无扰动市场的作用。我国对此的研究也没有得出一个统一的结论。

后面的三章为本文重点。在第三章采用协整模型和格兰杰因果关系检验，并搜集最新的两组数据（中证流通和中证基金指数）来研究机构投资者和我国股市的关系，发现无论在长期还是上涨或者下跌的短期，均无明显的协整关系，运用误差修正模型也并无发现机构投资者有促使股市向均衡趋近的作用。接下来采用格兰杰因果关系检验，也未发现明确的因果关系，流通股指数倾向于引起基金指数的变化。第四章从我国机构投资者本身和其所处的宏微观制度和环境来分析我国机构投资者未能很好的起到稳定和监督市场作用的原因。一方面是由于机构投资者本身的特点，另一方面则是由于我国机构投资者本身的特性和发展阶段造成了其注重短期投机。我国的制度缺失和行政干扰也是造成机构投资者不能发挥良好作用的关键所在。机构投资者的结构亦不平衡。上市公司的畸形发展也影响机构投资者的投资。另外，监管的缺失、滞后、不力等也没有给机构投资者的发展带来严明的纪律和规矩。更为长远和深层次的原因则是法律法规和股权文化等软环境的缺失。在本文的最后部分，结合上述原因分析，对发展我国机构投资者给出了政策建议。

关键词：机构投资者；稳定作用；实证检验

Abstract

Institutional investors' functions focus on two aspects, namely, to stabilize the market and supervision of the market, and this role is also reflected main in corporate governance. Institutional investors on the market can play a stabilizing role, which has the basic meaning for their ability to play other roles. Because of its profit nature, institutional investors have no obligation and motives to stabilize the market, but the study of institutional investors in developed countries, we can find that their institutional investors have a positive role in capital markets, and this article will study the difference between institutional investors, to analyze why ours did not play a good role in stabilizing the market, and gives policy recommendations.

In the first chapter, introduce the background, significance of paper, the structure and the main innovation. The later part is introduction of institutional investors and a brief review of the development process of both abroad (Britain and the United States) and China. And further compare the difference between institutional investors of the capital market in China and developed countries. Chapter II is the literature review of the relationship between institutional investors and the stability of securities markets. The discrepancy between scholars mainly divided into institutional investors should not be able to stabilize the market and stabilize the market. The researches have not found a unified conclusion.

The later three chapters are main part for this article. In Chapter III using co integration model, and the two groups of the latest data to research relationship of institutional investors and the China's stock market and found that in the long term or short term of increases or decrease period, there is no obvious relationship between them. Chapter IV , from their own perspective, institutional investors have the nature of speculation and market manipulation, and due to institutional investors in China's own characteristics and stage of development they lack of rational motivation and incentive to invest for long. Sound macro-micro system and environment of institutional investors is an important aspect for healthy development, and our system deficiencies and administrative interference is the key. Administrative intervention is also hampered the healthy development of China's institutional investors. Listed companies are bound to affect the abnormal development of institutional investors, investment, thus limiting the size of the growth of institutional investors. In addition, the regulation is missing; delayed, institutional

investors are not given the strict discipline and rules. More long-term and deep-seated reason is the laws, regulations, and share cultural and other defects in the soft environment. In the last part of this article, combined with analysis of the above reasons, for the development of China's institutional investors we give the policy recommendations. On the one hand, to encourage institutional investors to establish their own good ideas, institutional investors must learn the long-term investment. Institutional investors and long-term investment requirements a good quality of listed companies and market environment, therefore, enhance the listed companies to ensure the quality and reduce administrative intervention is the most important, and sustained and stable system supply is also very important. Informal constraints (or soft market environment), such as equity culture, the integrity system of regulating and developing institutional investors have also played a very important role. In country with low levels of development is concerned, and we should explored in line with our national conditions and institutional investors to monitoring and regulating them.

Key words: Institutional investor; Stabilizing Role; Cointegration model

目录

第一章 绪论	1
第一节 选题背景及意义	1
第二节 研究内容和本文结构	2
第三节 研究方法和主要贡献、不足	3
第四节 国内外机构投资者的发展进程及比较	4
一、国内外机构投资者发展进程	4
二、国内外机构投资者比较	8
第五节 机构投资者对股票市场的作用	11
第二章 关于机构投资者能否稳定市场的文献综述	14
第一节 国外文献综述	14
第二节 国内文献研究	16
第三节 小结	17
第三章 对我国机构投资者稳定市场作用的实证检验	20
第一节 协整检验	20
一、数据选择	20
二、理论依据	20
三、模型构建	21
四、模型检验	24
第二节 因果关系检验	25
第四章 我国机构投资者未能起到稳定市场作用的原因	28
第一节 机构投资者自身的原因	28
一、中国机构投资者的有限理性	28
二、机构投资者行为	33
三、小结	37
第二节 证券市场微观和宏观因素	38
一、市场基础制度和环境不能满足机构投资者内在需求	38

二、监管制度的缺陷.....	42
三、政府过度干预.....	44
四、小结.....	45
第五章 对策建议.....	46
一、规范机构投资者自身发展，使其行为趋于理性.....	46
二、严把上市公司质量关，应对股权分置改革的需要.....	48
三、完善证券市场微观制度建设.....	49
四、完善监管.....	50
五、加强个人投资者教育，培育股权文化.....	53
参考文献.....	55
致谢.....	59

Contents

Chapter I Preface	1
Section I The Background and Significance of the Topic.....	1
Section II Contents and Structure of this Article.....	2
Section III Research Approach, Main Contribution and Deficiencies	3
Section IV Comparison and Development of Chinese and Foreign Institutional Investors	4
First, the Development of Foreign and Chinese Investors	4
Second, the Comparison of Foreign and Chinese Investors	8
Section V The Roles of Institutional Investors	11
Chapter II Literature Reviews about Whether Institutional Investors can Stable Security Market	14
Section I Foreign Literature Reviews.....	14
Section II Chinese Literature Reviews	16
Section III Summary	17
Chapter III Empirical Tests	20
Section I Cointegration Test.....	20
First, Data Selection	20
Second, Theoretical Basis.....	20
Third, Model.....	21
Fourth, Model Checking.....	24
Section II Causality Test.....	25
Chapter IV Reasons For Our Country's Institutional Investors are not able to Stabilize the Market	28
Section I The Reasons for Institutional Investors Own	28
First, Chinese Institutional Investors of Limited Rationality	28

Second, Behaviors of Institutional Investors.	33
Third ,Summary.	37
Section II The Micro and Macro Factors in the Stock Market	38
First, Deficiencies of Market System and the Environment	38
Second,Defects in the Regulatory Regime	42
Third,Government to Interfere Unduly	44
Forth,Summary	45
Chapter V Suggestions.	46
First,Standardize the Development of Institutional Investors	46
Second, Strictly the Quality of Listed Companies	48
Third, Improve the Securities Market Micro-System	49
Fourth, Improve the Supervision	50
Friday,Education and Development of Equity Culture	53
References.	55
Acknowledgement	59

第一章 绪论

第一节 选题背景及意义

机构投资者，是指拥有相对优势的资金并从事投资的法人组织，目前中国机构投资者主要是指基金管理公司、保险公司、证券公司和三类企业（国有企业、国有控股企业和上市公司）等法人机构，未来可能的机构投资者有社会保险资金管理机构、财政结余资金运营机构等。目前在中国股票市场上的机构投资者主要是证券公司和证券投资基金。

作为证券市场中一类特殊的投资群体，机构投资者自身的特点决定了它们对证券市场有着中小投资者所不具备的一些影响力和作用。但遗憾的是，这些影响和作用有可能是积极的也有可能是消极的。

自从 1984 年我国提出建立资本市场并于当年发行第一支股票，到 1987 年建立的深圳经济特区证券公司，1990 年 11 月法国东方汇理银行在中国组建了“上海基金”；经过近 20 年的发展，机构投资者在我国资本市场已颇具规模。在经历了 2006 年至 2007 年的牛市，机构投资者的发展更是可以称得上迅猛。当初政府大力引进机构投资者的目的之一是发挥其稳定市场和监督市场的作用，但在经历了近来的熊市后，我们发现机构投资者似乎更多地是起了“市场上涨时助涨，市场下跌时助跌”的作用，与政府初衷相去甚远。为何未收到预期的效果？应如何使我国的机构投资者的发展，能起到提高资本市场效率和稳定市场的作用？已成为政府有关部门和学术界讨论的热点问题，解决这些问题已刻不容缓。从这点来说，本文的选题无疑是有重要的现实意义的。

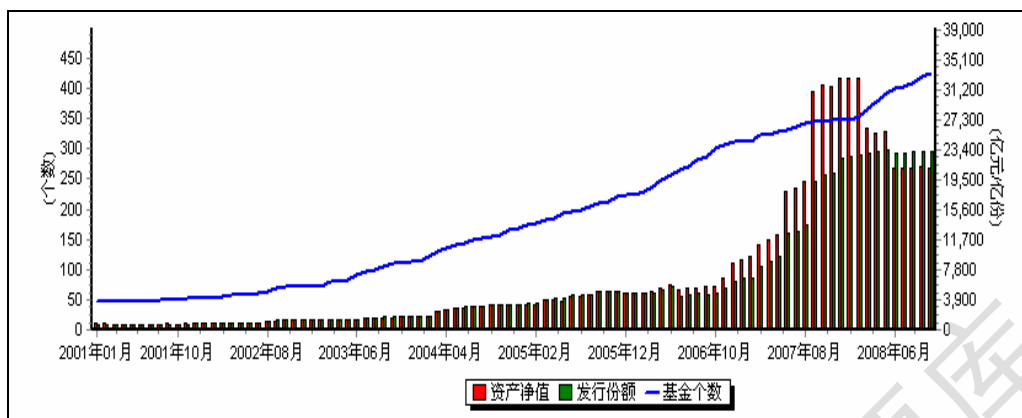


图1 我国机构投资者规模发展趋势（2001年1月-2008年6月）

资料来源：wind(万德)数据库 2008年9月

第二节 研究内容和本文结构

本文围绕着我国机构投资者为何未能起到稳定市场作用这一问题，从实证检验入手，弄清机构投资者在市场稳定中实际所扮演的角色，在此基础上，从宏观等多个层面分析其没能起到稳定市场作用的原因，并针对这些原因，提出对策建议。全文篇章结构具体安排如下：

第一章为选题背景和意义，简要介绍本文的行文结构和主要贡献及不足。还总结了我国机构投资者的发展历程和轨迹。并得出我国机构投资者的特征，与发达国家成熟资本市场的机构投资者相比较。

第二章对国内外现有的机构投资者研究成果及有关文献进行了综述。主要是对机构投资者在证券市场能否起到稳定市场的作用方面的文献综述。

第三章是对我国机构投资者（主要是基金公司）在稳定市场方面所起作用的实证检验。

第四章在实证检验得出的结论的基础上，探讨我国机构投资者没能起到稳定市场作用的原因。

第五章是政策建议。

第三节 研究方法和主要贡献、不足

本文主要采用文献和实证相结合的研究方法。一方面通过文献和网络资料等对机构投资者作用的发挥进行历史性的了解并清楚其现状,另一方面,通过协整模型和格兰杰因果关系进行实证研究,更为深入和客观的探讨了其与资本市场的稳定关系及作用的发挥。

本文还就我国机构投资者的特点和资本市场的环境特点来深入分析我国机构投资者为什么没有起到稳定市场的作用,进而没有很好的发挥其他方面的作用的原因,并给出建议。具体来说,贡献有以下几点:

第一,模型、数据方面,现有研究机构投资者与股市稳定性关系的模型所使用的数据往往都忽略了中国股票非全流通这个现实,从而影响了结论的可靠性。为弥补这一不足,本文采用中证流通指数和中证股票基金指数,这样能比较充分地考虑到中国股票市场分割及非全流通的实际情况,提高结论的说服力。

第二,政策建议方面,从较为微观的方面诸如加强对机构投资者自身的建设,到完善监督监管再到更为完善的国家政策,到投资者保护等法律法规的完善,在借鉴发达国家成熟资本市场经验的基础上,对如何更好的发挥我国机构投资者作用的问题,给出了全面的政策建议。

第三,全面的采用中外比较这一方法,从机构投资者特点到其所处的市场环境,再到股权文化等软环境,全面比较我国同发达资本市场国家的不同和差距。从本章的第四节开始就将全面使用这一方法探讨我国机构投资者与发达资本市场机构投资者的差距,并探讨其可能发挥的作用。

本文的不足之处主要在于:

第一,由于时间和精力的限制,未将机构投资者进行详尽的划分,分别讨论其在证券市场的作用,只是以基金公司为主,通过实证,检验其在证券市场(股市)上的稳定作用,政策建议上也主要以此为出发点。

第二,由于缺乏实践上的经验,主要通过文献和网络进行学习和研究,缺乏第一手的资料,对机构投资者的具体运作、市场环境对其的影响缺乏更细致的探讨。

第四节 国内外机构投资者的发展进程及比较

本章最后这两节要得到国内外机构投资者历史角度的比较,并总结其在证券市场可能发挥的一些作用,为后文探讨机构投资者与股市稳定的关系打下基础。

一、国内外机构投资者发展进程

发达资本市场的机构投资者最早见于十八世纪初英国,主要是商业银行和保险公司,到十九世纪中期,早期共同基金等投资信托机构也在英国出现,1868年在英国诞生的世界上第一只投资基金——海外及殖民地政府信托基金,专门投资于英国政府为开发海外殖民地发行的公债,堪称世界最早的非银行机构投资者。20 世纪初,英国开始出现共同基金、养老基金等机构投资者,并在二战后得到迅猛发展。1924 年 3 月,美国波士顿成立马萨诸塞投资者信托基金,这是美国最早的共同基金。美、英是机构投资者发展历史比较长并具有代表性的两个国家,机构投资者在全球的发展历史,也主要体现在这两个国家。可以说,机构投资者是资本市场不断发展的产物,同时机构投资者也不断推动资本市场发展^①。

表 1 主要发达国家机构投资者持有的总资产占本国 GDP 比例 (%)

国家	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
澳大利亚			47.2	85.9	92.3	104.6	111.9	125.8	130	129.7
加拿大	34.9	44.3	57.7	84.2	93.2	101.4	110.1	111.5	114	115.8
法国	11.3	27.2	50.8	77.7	86.6	97	106.9	124.2	132	131.8
德国	17.5	25.4	32.8	45.3	50.6	58.8	66.3	76.9	79.8	81
日本			82.3	88.6	88.4	86.7	89.6	98.9	97.7	94.7
韩国		27.5	48.9	54.7	57.3	63.3	88.1	88.5	72.2	77.2
英国	49.4	91.7	103.9	162.8	172	194.1	202	227.7	213	190.9
美国		93.2	113.2	151.8	162.9	178.4	192	207.8	199	191

资料来源: OECD, INSTITUTIONAL INVESTES—STATISTICAL YEARBOOK, 2001

^① 姚会元, 孙玲. 美国机构投资者的发展进程及其借鉴[J]. 中南财经政法大学学报, 2006, (4): 65-73.

表 2 七国集团国家机构投资者的资产（亿元）

类别	保险公司	养老基金	投资公司	机构储蓄	合计	占 GDP 比例 (%)
1990	4548.9	3348.0	2297.7	2202.5	12397.0	84.7
1991	5089.0	3766.2	2625.8	2419.4	13840.4	88.3
1992	5314.3	3908.4	2931.0	2533.0	14686.6	93.7
1993	6047.2	4319.8	3639.6	2798.0	16804.6	103.7
1994	6688.0	4478.5	3713.6	3137.0	18217.0	102.1
1995	7484.8	5233.5	4632.6	3310.5	20641.4	110.5
增长率 (%)	13.0	11.0	20.0	10.0	13.0	5.5

资料来源：《国际资本市场：发展、前景和主要政策问题》，中国金融出版社 2002 年版，国际货币基金组织著，杨林等译

美国的资本市场可以说是发达资本市场的一个代表，因此以美国为例来看机构投资者的发展。美国机构投资者的发展主要可分为三个阶段：

第一阶段为 1929 年以前的起步阶段。美国机构投资者很早就股票市场开展投资活动，不过早期持股比例较低。这一时期，美国诞生了机构投资者历史上第一只基金，即前文提到的马萨诸塞投资者信托基金。该基金的出现解决了中小投资者由于资金量小而难以在资本市场投资的难题。1929 年发生的股灾暴露了机构投资者发展的许多问题，20 世纪 30 年代大萧条、二战的爆发也使机构投资者行业尤其是基金行业遭受严重打击^①。

第二阶段为 20 世纪 30 年代至 70 年代，规范中发展。1929 年美国灾难性的股市崩盘，机构投资者行业也未能幸免，广大投资者承受的损失巨大，投资者信心也严重不足。如何加强对包括机构投资者在内的整个金融业的监管，保护广大投资者利益以重树市场信心，成为当时摆在美国政府面前的一项迫切任务。这样的背景下，从 20 世纪 30 年代开始，美国政府颁布了一系列法律法规来规范并监督证券市场和机构投资者的行为。

^① 贺显南，程晓敏. 中外机构投资者比较及启示[J]. 国际经贸探索, 2003, (3): 49-52.

主要的法律有：（1）1933 年的《银行法》（《格拉斯——斯蒂格尔法》）。该法直接规定了商业银行与投资银行分业经营原则。对商业银行从事证券投资的证券种类、投资额度、信用业务的范围进行了限定（比如以自有资金投资证券的量不可超过自有资本和盈余总额的 10%等），禁止挪用一般客户存款投资于证券等。

（2）1933 年《证券法》，明确证券发行的注册制度，要求向投资者提供充分、准确、及时的信息披露制度等。（3）1934 年的《证券交易法》，建立美国证券市场的监管框架。在机构投资者方面，规定了共同基金的经纪人包括承销商和其他销售人员必须接受美国证监会监管，并且受制于全国证券交易商协会（NASD）。

（4）1940 年的《投资公司法》和《投资顾问法》^①，这是监管机构投资者行为的一部重要法律，特别是对投资公司和投资顾问的基本构架和运营要求做出了规定。上述法律体系，构成了美国机构投资者长远健康发展的基础。

第三阶段从 20 世纪 70 年代以后至今，快速发展阶段。20 世纪 70 年代后，机构投资者进入快速发展的黄金期。人口出生率下降、预期寿命增加、战后“婴儿潮”逐渐步入老年期等因素，使如何建立社会保障体系成为美国政府的突出问题。为此美国政府在 1974 年颁布《联邦雇员退休收入保障法》，在税收优惠政策下各种相关的职工退休金和养老金方案得到逐步完善。在证券市场，基金品种日益增多，金融创新不断。这些促进了美国长期储蓄的增加，再加上机构投资者的固有优势和美国 20 世纪 90 年代以来证券市场的表现，通过机构投资进行储蓄的方式逐渐增加起来，这自然增加了机构投资者的需求，促进了机构投资者的发展。在这一阶段，不仅养老基金获得了快速的发展，而且退休金计划的实施和养老金的发展也促进了其他机构尤其是共同基金的快速发展^②。

中国证券投资基金的发展大体上也可分为三个阶段，第一个阶段是 1991 年到 1998 年，第二个阶段是 1998 年至 2001 年秋。在第一阶段设立的投资基金又称为老基金，而在第二阶段则以 1998 年 3 月金泰、开元等基金的设立为标志，称之为新基金。第三个阶段以 2001 年 9 月华安开放式基金的推出为标志，基金发展进入新时期，主要表现在以下几方面：第一，证券投资基金发展显著，开放式基金后来居上；第二，证券投资基金种类不断得到创新；第三，基金管理公司的数量不断增加，形式更多样；第四，机构投资者群体不断发展壮大。2000 年 9

^① 贺显南，程晓敏. 中外机构投资者比较及启示[J]. 国际经贸探索, 2003, (4): 49-52.

^② 陈全伟. 机构投资者——一般理论与中国实践[D]. 中国人民大学, 2008.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库